

氏名	河 邑 裕美子
学 位 の 種 類	博 士 (商 学)
学 位 記 番 号	第3454号
学位授与年月日	平成10年3月24日
学位授与の要件	学位規則第4条第2項該当者
学 位 論 文 名	アメリカにおける機関投資家の発展と コーポレート・ガバナンス
論文審査委員	主 査 教 授 佐合 紘一 副主査 教 授 片岡 尹 副主査 助教授 翟 林瑜

論 文 内 容 の 要 旨

本研究の課題は、アメリカの機関投資家の形成・発展過程を明らかにし、1980年代半ば以降の現代の株主と経営者の関係、すなわちコーポレート・ガバナンスの問題を解明することである。

アメリカにおける機関投資家がコーポレート・ガバナンス（会社の運営機構）に関与してきたことは、株式会社の制度上重要な問題を提起した。

株式会社制度のもとでは、資本の出資者であり株式会社の所有者である株主が、所有に基づいて株式会社を支配するというのが理論的な出発点である。しかし証券市場が発達し、株主が分散した状態における株式会社では、「所有と経営の分離」が一般的な現象として認められる。機関投資家は投資先の会社運営に不満な場合、従来所有株式を売却することで対応してきたが、1980年代半ば以降株主としての権利を行使するようになった。こうした状況のなかで、現代の株式会社制度のあり方が問われ、コーポレート・ガバナンス論として展開されている。本研究ではコーポレート・ガバナンスという問題を、株主の変貌すなわち機関投資家の発達という側面からとらえ分析する。

まず第1章では、機関投資家とコーポレート・ガバナンス論についての概念規定をおこなう。機関投資家とは、株式市場において投資収益を追求する個人以外の投資主体であり、それらの投資の意志決定は自らの入手する情報にのみ基づき、唯一受益者の利益のための運用がなされる投資主体である。こうした機関投資家は戦後発達し、証券市場の「機関化現象」として注目されるようになった。

コーポレート・ガバナンス論は、会社の意志決定機関に株主を参加させ、経営者の行動を監視する体制を作り出すべく法的整備が進められた1930年代の議論を端緒としており、元来所有関係に基づいた議論であった。しかし近年、より広い概念のコーポレート・ガバナンス論が展開されている。本研究では、コーポレート・ガバナンス論の拡大の一要因として、機関投資家を通じた株主の多様化を指摘する。

第2章では、機関投資家の形成および発展過程を歴史的に検討する。第1に機関投資家の変遷と株式会社との関係を明確化するための一方法として、証券市場が発達する以前の初期段階の機関投資家について明らかにする。証券市場が未発達な段階における機関投資家は、未熟なものでありながら受託者責任や分散投資など、現代的な機関投資家の資産運用の原型を有していた。

第2に、証券市場が発達する過程における機関投資家として、19世紀後半に証券発行市場で活躍した生命保険会社、1920年代から30年代の投資会社の機関投資家としての性質と役割を明らかにする。それらは現代的な機関投資家に成長する過渡期の機関投資家として位置づけられる。

第3に、現代的な機関投資家の形成と発達過程を考察する。それらは戦後発達し、投資収益のみを重視するようになったミューチュアル・ファンド、年金基金である。それらの成長が、資金運用のスタイルおよび資金運用産業の構造に及ぼした影響、さらに機関投資家の重層的な受託者構造が明らかにされる。

第3章では、現代の機関投資家の行動に焦点をあて、1980年代後半以降の機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの参加について検討する。第1に、その背景として証券市場の動向を検討する。第2に、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの参加事例の実証的な分析をおこない、その誘因を実証的に検討する。第3に機関投資家のリレーションシップ・インベストメントと呼ばれる新しい投資手法を検討し、コーポレート・ガバナンス論におけるその意義を確認する。

終章においては、機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンスの関連性をまとめ、さらなる展開としてアメリカの機関投資家の国際的なコーポレート・ガバナンス関与について言及する。最後に機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割の限界性を示す。

論文審査の結果の要旨

1980年代のアメリカでは、ミューチュアル・ファンドや年金基金などの機関投資家が急速に発達するとともに、株式市場における資金運用を拡大して、証券市場における「機関化現象」が顕著になった。他方、同じ時期に「コーポレート・ガバナンス（企業統治）」が、会社の運営機構の問題として提起された。本論文は、コーポレート・ガバナンスを現代の株主と経営者の関係と捉え、機関投資家の発展と投資構造の変化から、コーポレート・ガバナンスの問題を解明しようとしたものである。本論文は、次の点で評価される。

第1に、アメリカ証券市場の機関化現象については、いくつかの研究業績が発表されている。しかしこれまでの研究では、投資内容の変化など機関投資家自身の変貌と、取引様式、価格形成、手数料など機関化の証券市場への影響とが中心課題であった。本論文は、機関投資家の発展が企業内部の運営に与えた影響にまで分析を深化させたものであり、この点で高く評価できる。海外の機関投資家による日本株式の所有が増加しているとともに、年金基金など日本でも機関投資家が台頭しつつあり、日本の証券市場とコーポレート・ガバナンスにも多くの示唆を与えている。

第2に、機関投資家による会社運営への意思表示の方法が、証券市場を介したもの（ウォール・ストリート・ルール）から、1980年代後半には提案権や議決権の行使など、直接的な行動に移行した。その理由としてこれまでの研究では、機関投資家の規模の拡大が指摘されるにとどまっていた。本論文では、インデックス・ファンドや年金基金の台頭、リレーションシップ・インベストメントの開発など、機関投資家の投資手法の変化にまで検討が深められている。この点については、本論文で充分に実証されたとはいえないが、今後検証が深められるべき重要な論点である。

第3に、これまでの機関投資家の研究では、戦後の機関化現象が対象とされてきた。本論文においても、分析の中心は戦後におかれているが、19世紀前半のボストンにおける機関投資家の形成や、20世紀初期における生命保険会社や投資信託の発展など、歴史的な過程にまで分析が進められている。現代の機関投資家の特徴を明らかにするうえで、重要な視点である。さらに、最近ではコーポレート・ガバナンスに関する議論が拡大・多様化しているが、本論文ではその一因として、機関投資家を通じた株主の多様化が指摘されている。コーポレート・ガバナンスの今後の展開を考えるための重要な指摘である。

本論文には、いくつかの問題点および残された課題が存在することも否定できない。第1に、各章間の関係が必ずしも明確ではなく、機関投資家とコーポレート・ガバナンスに関する概念規定や、旧来の「所有と支配」論との関係を含めて、整理する必要がある。第2に、資料を使つての証明について、必ずしも資料の使い方が適切でない点がみられる。実証の困難な領域ではあるが、資料の整理と証明の仕方について、再検討することが必要である。しかしこうした問題点も、今後の研究によって克服され、より高度な水準の研究に達することが期待できる。

以上の点から、本論文は、博士（商学）の学位を授与するのに十分な業績であると評価できる。